

### 沪电股份：2009年中国印制电路行业排名第四

合理价格区间：15.00-18.50 元

#### 公司09年中国印制电路行业排行第四

公司主要生产单、双面及多层电路板、电路板组装产品、电子设备使用的连接线等产品，这些产品广泛用于通讯、汽车和消费电子等领域，目前已取得诺基亚-西门子、思科、华为、中兴通讯、西门子和索尼等一大批大型优质客户的认证；2009年，公司实现销售收入219,973万元，在行业排名中居第四位。

项目名称	数值
发行股份	不超8,000万股
发行后股本	《692,030,330股
2009年营业收入	22.84亿元
近三年营收复合增速	-7.39%
2009年毛利率	24.32%
近三年平均毛利率	18.48%
2009年净利润	3.09亿元
近三年净利复合增速	32.96%

#### 全球印制电路行业产值将恢复正增长

目前通讯设备、消费电子产品和计算机及相关产品是PCB最大的三个终端应用市场，占市场总需求的80%左右。2009年底，随全球经济探底复苏，PCB行业下游形势逐渐改善，Prismark预计2010年全球PCB行业产值增速将达到10.7%，2013年将达到584.45亿美元规模。

#### 公司短期业绩或需依靠高端多层板产品

公司来自企业通讯市场板销售的收入占比高达70%；2010年国内通信设备投资规模增速明显下降，上半年同比增速较去年下降28.8个百分点，预计2010年全球通信设备投资亦仍维持负增长，短期内公司企业通讯市场板销量因此或仍难恢复快速增长。

尽管如此，公司目前有多项技术指标高出国内标准，通过提高高端产品销售比例，公司近年的产品价格整体维持稳定增长态势，在铜等原材料价格高企情况下，继续提升多层板等高端产品比例或仍是获得业绩增长的必须选择。

#### 募投项目将进一步提升公司盈利能力

公司本次募集资金将用于HDI线路板75万平方米扩建项目、3G通讯高端系统板生产线技改项目和研发中心升级改造项目，2009年公司相关产能利用率超过90%，因此亟需扩充以满足需求增长，预计项目建设完成后，可为公司带来每年逾11,580万元的净利润。

#### 合理价格

预计公司2010-2012年可实现归属母公司股东净利润3.46、4.14和4.66亿元，对应发行后每股收益分别为0.500、0.599和0.673元，参照目前市场估值水平，给予2010年30-37倍PE值，对应合理价格区间为15.00-18.50元。

李振宇

执业证书号：S1490210030001

郑及游

执业证书号：S1490110040004

010-58568096

zhengjiyou@hrsec.com.cn

## ✦ 公司在中国印制电路行业排行第四

沪士电子股份有限公司属电子元器件行业中的印制电路板制造业，主要生产单、双面及多层电路板、电路板组装产品、电子设备使用的连接线等产品，公司实际控制人为吴礼淦家族，此次发行不超过 8,000 万股 A 股后，吴礼淦家族持股比例将为 35.38%，社会公众持股比例为 11.56%。

公司的产品广泛用于通讯、汽车和消费电子等领域，目前已取得诺基亚-西门子、思科、大陆汽车电子、华为、中兴通讯、西门子、摩托罗拉、朗讯、爱立信、阿尔卡特、索尼、夏普等一大批大型优质客户的认证以及美国 NADCAP “国家航空航天和国防合同方授信项目”认证。

**图表：公司主要产品及用途**

企业通讯市场板	移动通信基站、天线、程控交换机、路由器等
办公及工业设备板	打印机、复印机、工控机、电源、测试仪等
汽车板	汽车控制装置、感应器、电子钥匙、汽车多媒体等
航空航天板	飞机
消费电子板	游戏机、手机、蓝牙耳机、汽车定位系统
其他	客户要求制作的各类PCB 样品

数据来源：公司公告、华融证券

根据中国印制电路行业协会统计数据，2009 年，沪士电子股份有限公司实现销售收入 219,973 万元，在行业排名中居第四位。

**图表：2009 年中国印制电路行业排行榜（单位：万元）**

名次	企业名称	销售收入
1	健鼎(无锡)电子有限公司	500,000
2	珠海超毅电子有限公司	423,000
3	瀚宇博德科技（江阴）有限公司	376,000
4	沪士电子股份有限公司	219,973
5	珠海紫翔电子科技有限公司	202,700
6	联能科技（深圳）有限公司	201,001
7	奥特斯（中国）有限公司	198,869
8	广东依顿电子科技有限公司	192,672
9	揖斐电电子（北京）有限公司	163,279
10	名幸电子（广州南沙）有限公司	162,400

数据来源：中国印制电路行业协会、华融证券

## ✦ 全球印制电路行业产值将恢复正增长

印制电路板简称 PCB，是组装电子零件用的基板，主要功能是使各种电子零组件形成预定电路的连接，起中继传输作用，是电子产品的关键电子互连件，有“电子产品之母”之称。

**图表：印制电路板的分类**

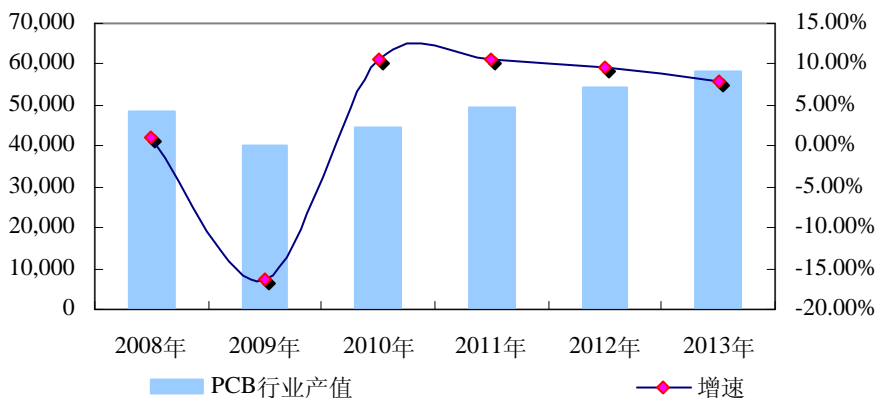
按构造、结构分类	按线路图层数分类	按工艺要求分类	按基材分类
刚性板	单面板	银（碳）跨桥	纸基、陶瓷基
挠性板	双面板	冲压成孔	特殊材料基
刚挠结合板	多层板（4 层以上）	NC 机械钻孔等	玻纤布基等

数据来源：华融证券

PCB 需求由下游需求主导，目前通讯设备、消费电子产品和计算机及相关产品是 PCB 最大的三个终端应用市场，占市场总需求的 80%左右。2008 年，受全球金融危机拖累，PCB 下游消费需求情况疲软，行业增长因此放缓，2009 年底，随全球经济探底复苏，PCB 行业下游形势逐渐改善。

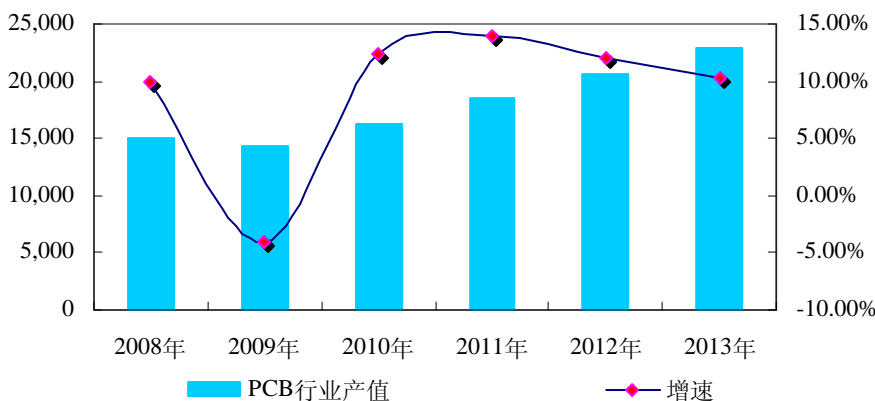
业内机构 PrismaMark 预计，2010 年全球该行业产值增速将达到 10.7%，2013 年将达到 584.45 亿美元规模；而随电子信息产业的快速发展及国外电子信息制造业向中国转移，国内 PCB 需求旺盛，2010 年行业产值增速将达到 12.30%，2013 年将达 228.20 亿美元规模。

**图表：全球 PCB 行业产值和增速预测（单位：百万美元）**



数据来源：PrismaMark、华融证券

**图表：中国 PCB 行业产值和增速预测（单位：百万美元）**



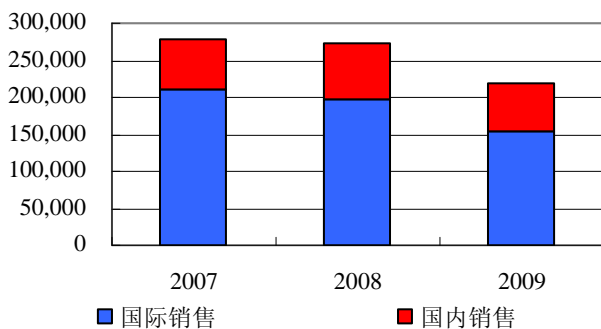
数据来源：PrismaMark、华融证券

### 公司短期业绩或需依靠高端多层板产品

报告期内，公司的 PCB 产品主要运用于企业通讯、办公及工业设备、汽车、航空航天和消费电子等领域，其中企业通讯市场板的占比最大，至 70.47%。

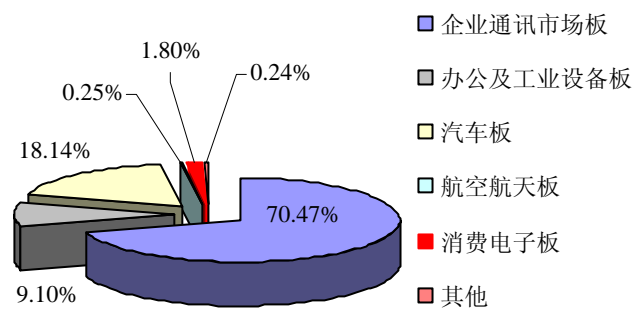
分销售区域看，公司的外销业务占比达 70%以上，主要销售对象为诺基亚-西门子、思科、索尼等；但近三年外销业务占比呈下降趋势，因公司调整营销策略，积极开拓国内市场。2009 年，得益于国内的 3G 发展，通讯市场需求迅速增长，公司对华为、中兴通讯等国内主要客户的供货增加，内销比重因此提高至 29.92%。

**图表：公司销售区域分布**



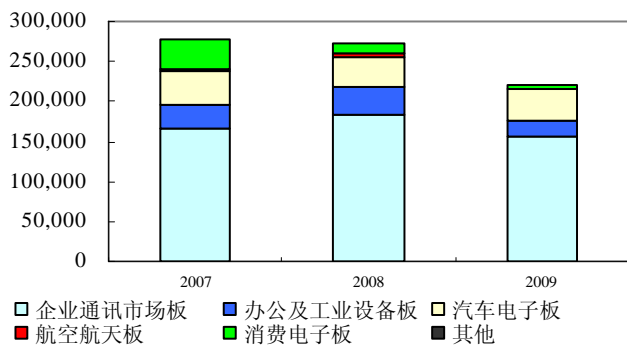
数据来源：公司公告、华融证券

**图表：公司产品结构**



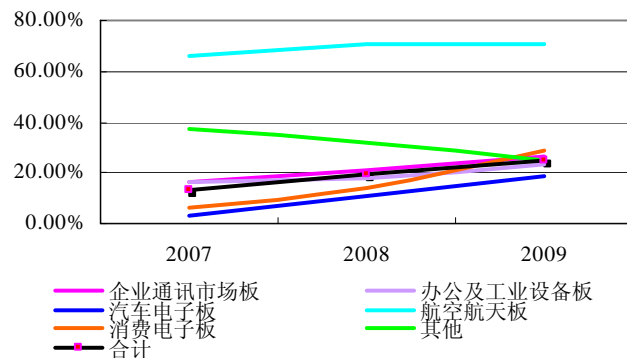
数据来源：公司公告、华融证券

**图表：各产品近年营收 (单位：万元)**



数据来源：公司公告、华融证券

**图表：各产品毛利率**



数据来源：公司公告、华融证券

➤ **短期内企业通讯市场板销量或仍难恢复快速增长**

公司销售产品构成中，企业通讯市场板占比高达 70.47%。展望未来，随国内 3G 阶段性网络建设告一段落，2010 年国内通信设备投资规模增速明显下降，三大运营商资本开支预算锐减 476 亿元，上半年国内通信设备行业投资同比增速较去年下降了 28.8 个百分点。

**图表：三大电信运营商 2010 年资本支出情况 (单位：亿元)**

	09 年资本预算额	09 年实际完成额	10 年资本预算额
中国联通	1100	1124.7	735
中国移动	1339	1294	1230
中国电信	392	380.4	390
合计	2831	2799	2355

数据来源：华融证券

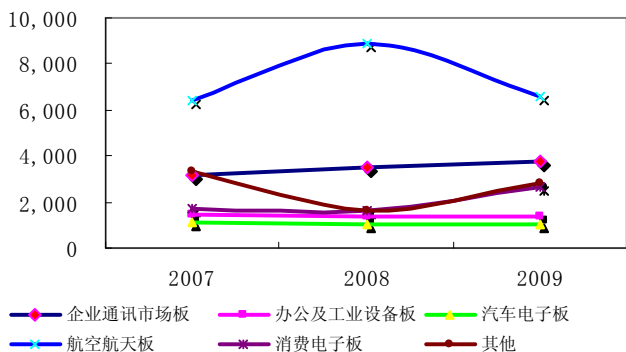
国外方面，Gartner 预期 2010 年全球通信设备投资将企稳，同比降幅将减小至 2.4%。但对全球通信设备企业均具重要战略地位的印度，此前发出了中国通信设备进口禁令，尽管在近日对此作了正式修改，再次允许印度电信运营商进口中国电信设备，但其中部分条款较为严苛，中国企业如何应对仍存疑问。

受该些不明朗因素影响，短期内公司产品中占比最大的企业通讯市场板销量或仍难以恢复快速增长。

➤ 产品价格稳步走升，但铜价高企令毛利率水平承压

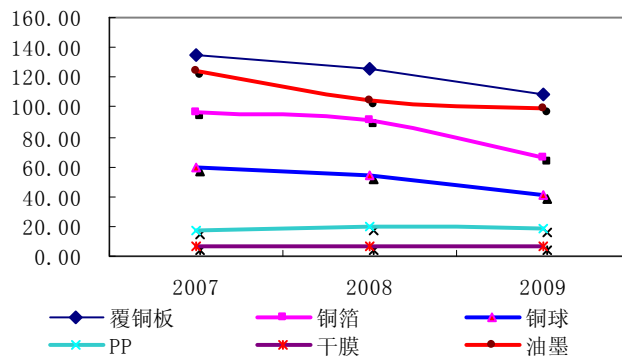
尽管如此，得益于提高高端产品比例，加强 18 层以上产品的比重，公司 PCB 产品的价格整体上维持了稳定增长态势，企业通讯市场板的价格由 2007 年的 3173.64 元/平方米上升至 2009 年的 3739.61 元/平方米。

图表：产品价格走势（单位：元/平方米）



数据来源：公司公告、华融证券

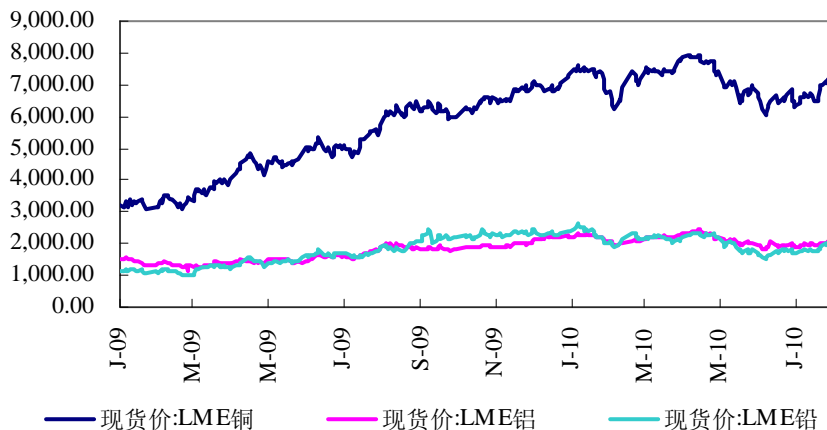
图表：原材料价格走势（单位：元/平方米或千克）



数据来源：华融证券

原材料方面，PCB 生产的主要原材料包括覆铜板、铜箔、铜球、PP、金盐、干膜、油墨等。报告期内，公司原材料成本主营业务成本比例分别为 71.75%、67.24%和 63.12%，呈持续走低态势，公司产品毛利率水平亦因此稳步提高。

图表：09 年以来原材料价格走势（LME 现货价）



数据来源：华融证券

但进入 2010 年，国际铜价持于 2009 年较高位水平，推动覆铜板、铜箔和铜球等价格亦企于高位，我们认为，原材料价格高企或拖累公司今年毛利率水平走低。

综合考虑产品与原材料价格因素，短期内公司产品利润或维持稳定，业绩的增长或需公司继续调整产品的销售结构，增加多层板产品销售比重，而公司目前有多项技术指标高出国内标准，达到国际技术标准，比如背板最高层数可达 56 层，超过国内平均的 28 层；线板最高层数可达 32 层，超过国内平均的 20 层；HDI 板最高层数可达 24 层，超过国内平均的 12—16 层；厚铜最高铜厚可达 120Z，超过国内平均的 3—50Z；因此在调整产品结构方面确有所为。

### 募投项目简介

公司拟发行不超过 8,000 万股 A 股, 所募集资金将用于年产高密度互连积层板 (HDI) 线路板 75 万平方米扩建项目、3G 通讯高端系统板 (HDI) 生产线技改项目和研发中心升级改造项目。

招股说明书数据显示, 2009 年公司 HDI 电路板生产的产能利用率高达 91.51%, 3G 板生产产能利用率高达 95.65%, 亟需扩充产能以满足需求增长, 预计项目完成建设后, 可为公司带来 7,737.41 万元/年和 2,842.70 万元/年的净利润。

**图表: 募投项目情况 (单位: 万元)**

项目名称	投资总额	建设期预计	新增产能	预计新增净利润
年产高密度互连积层板 (HDI) 线路板 75 万平方米扩建项目	66,934.87	2年	75.00万平方米	7,737.41万元/年
3G 通讯高端系统板 (HDI) 生产线技改项目	20,307.28	1年	11.73万平方米	2,842.70万元/年
研发中心升级改造项目	4,253.80	1年	N. A.	N. A.

数据来源: 招股说明书、华融证券

### 合理价格区间 15.00-18.50 元

预计公司 2010-2012 年可实现归属母公司股东净利润 3.46 亿元、4.14 亿元和 4.66 亿元, 对应发行后每股收益分别为 0.500 元、0.599 元和 0.673 元, 参照目前市场估值水平, 给予 2010 年 30-37 倍 PE 值, 对应合理价格区间为 15.00-18.50 元。

**图表: 财务与估值数据摘要 (单位: 百万元)**

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2284.26	2582.13	2904.12	3296.18
归属母公司股东净利润	309.09	346.34	414.38	465.54
每股收益 (EPS)	0.447	0.500	0.599	0.673
每股经营现金流	0.586	0.931	0.683	1.051
销售毛利率	24.32%	23.15%	23.65%	23.03%
销售净利率	13.40%	13.10%	13.93%	13.79%
净资产收益率 (ROE)	20.94%	19.25%	18.95%	17.76%
投入资本回报率 (ROIC)	25.16%	26.74%	33.68%	39.54%

数据来源: 华融证券

### 风险提示

- 1、经济复苏态势不稳, 拖累欧美、日本等国电子行业投资下降, 从而导致公司外销订单减少;
- 2、原材料价格走高, 从而拖累公司综合毛利率水平下跌;
- 3、人民币升值, 拖累占比高达 70% 的外销业务业绩表现。

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

## 免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159 网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)